

变革与机遇

——公路铁路年报及一季报综述

运输 同步大市-A

上次评级

同步大市-A

报告关键点:

- 大修、扩建、新路工程拖累公路短期业绩，政策不确定性抑制估值提升；
- 铁路发展路径（运能释放与体制改革）越来越清晰；
- 把握铁路体制改革带来铁路板块价值重估的机会。

报告摘要:

- **公路：增速有所放缓，成本上涨略超预期。**2010年是公路和铁路行业经历国际金融危机后快速恢复的一年。2010年，公路板块营业收入和净利润分别同比增长18.9%、18.0%，利润增速低于收入增速，主要是成本上涨幅度高于收入增长。2011年一季度，公路板块营业收入和净利润分别同比增长15.5%、6.3%，增速明显放缓，属于预期之中。
- **大修、扩建、新路短期拖累公路业绩增长。**近年来大修、扩建、新路工程较多，特别是08年以来公路固定资产投资大幅增长，折旧摊销明显增长，再加上近年来人员工资普遍上涨，公路板块公司成本增长明显，但是收费标准并未出现大范围提升，成本上涨过快必然导致毛利率下降。
- **公路政策面偏空抑制公路估值提升。**2010年底，国务院扩大了鲜活农产品运输绿色通道网络，并且增加了鲜活农产品品种，免收通行费的范围进一步扩大，对公路板块产生一定负面影响，我们认为对业绩的影响很小，主要是增添了资本市场对政策导向的担心。近期交通部有关领导称正在研究“降低收费标准，延长收费年限”，对高速公路板块短期内将是利空，可能会导致相关企业短期内通行费收入下降幅度较大，而成本中只有摊销和折旧受此影响较大，其他成本相对刚性，所以会导致相关公司盈利水平下降，从而对短期股价造成压力。
- **铁路板块业绩表现明显好于公路。**铁路板块2010年营业收入和净利润分别增长26%、40%；2011年一季度营业收入和净利润分别同比增长13%、31%，即使剔除大秦铁路合并报表新进朔黄股权贡献的投资收益后，铁路板块业绩整体表现还是明显好于公路。另外，值得关注的是铁路板块毛利率还略有提升，与公路毛利率同比下降形成鲜明对比。
- **铁路上市公司负担相对较轻。**铁路和公路目前都是处于快速建设期，铁路公司本应该像公路公司一样资本支出大幅增长，折旧和摊销拖累业绩增长。由于铁路投资大部分集中在高铁和客运专线上，而上市公司基本不参与此类投资，所以不会导致成本费用大幅增长。而公路板块上市公司数量相对较多，并且每家公司一般都是所在省市唯一公路上市公司，必须承担部分新路建设的任务，所以导致了资本支出增加，从而拖累业绩增长。
- **运力释放为铁路发展奠定基础。**长期以来，我国诸多主干道，客货混跑，并且客运优先，导致铁路货运速度慢、到达时间不确定，铁路服务水平明显偏低。随着铁路建设加快特别是快速铁路网建设，铁路网络将更加完善，2012年我国将有大批高铁通车，既有线路的货运能力将得到明显释放。
- **体制改革带来价值重估的机会。**铁路体制改革进入实质性阶段，铁路活力将会释放，铁路经营模式将会转变，铁路货运企业将会向综合物流提供商转变。我们认为铁路行业面临价值重估的机会。在此背景下，我们认为两类企业存在机会：（1）拥有铁路优质资产的上市公司；（2）能够整合铁路运输服务，为客户提供价低、便捷一站式服务的物流服务提供商。因此我们认为铁路行业存在系统性机会，重点推荐大秦铁路。
- **风险提示：**宏观经济增速放缓导致客货运输需求下降。

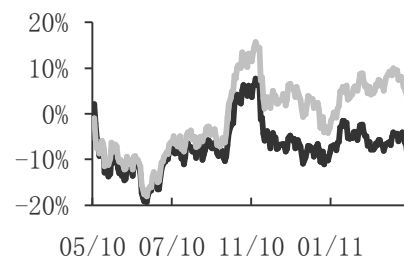
敬请阅读本报告正文后各项声明

报告日期

2011-05-03

首选股票	目标价	评级
601006 大秦铁路	13.6	买入-A
601333 广深铁路	5.0	增持-A
600125 铁龙物流	17.0	增持-A
600012 皖通高速	7.0	增持-A

12个月行业表现



— 运输 — 沪深300

 吴莉
 010-66581623
 执业证书编号

 高级行业分析师
 wuli@essence.com.cn
 S1450511020019

报告联系人

汪立

wangli1@essence.com.cn

010-66581690

前期研究成果

运输：关注人民币加速升值预期下航空业的投资机会

2011-04-26

海运数据周报(2011年04月26日)

2011-04-26

运输：油价与高铁影响有限、强劲盈利凸显安全边际

2011-04-18

目 录

公路板块：政策不确定性抑制估值提升	4
1. 公路：整体呈现盈利增速回落态势.....	4
1.1. 一季度净利润增速回至个位数，盈利能力有所下降.....	4
1.2. 现金分红占净利润比例有所下降.....	4
1.3. 大修、扩建、新路通车等因素导致毛利率有所下降.....	5
1.4. 行业资产负债率不断提升，财务费用率提升较多.....	6
1.5. 各公司年报及一季报表现.....	6
2. 行业固定资产投资保持高位，政策面难乐观.....	7
2.1. 公路固定资产投资增速回落.....	7
2.2. 乘用车保有量增长为公路车流增长带来积极动力.....	8
2.3. 政策面中性偏负面.....	8
3. 公路板块投资策略：关注断头路通车、资产注入预期等.....	9
3.1. 估值处于底部.....	9
3.2. 投资策略：关注个股机会.....	9
铁路板块：两翼齐飞——运能释放与体制改革新阶段.....	10
4. 铁路板块：分红总额增长明显，一季报净利润增长超三成.....	10
4.1. 年度业绩增长超预期.....	10
4.2. 分红绝对额保持增长.....	11
4.3. 各公司年报及季报一览.....	11
5. 新部长新思路，迎接铁路发展新局面.....	11
5.1. 客货运输保持较快增长.....	11
5.2. 铁路投资增速放缓，未来投资依然保持较高水平.....	12
5.3. 2012 年进入货运运能释放期.....	12
5.4. 政企分离、提高效益成为铁路发展主要关注点.....	13
6. 积极把握铁路改革带来的投资机会.....	13

图表目录

图 1: 公路板块行业现金分红以及分红比例一览.....	5
图 2: 公路板块各公司股息收益率一览 (含税)	5
图 3: 公路板块历年毛利率与净利率.....	6
图 4: 公路板块历年资产负债率与财务费用率.....	6
图 5: 高速公路里程	8
图 6: 公路固定资产投资依旧快速增长.....	8
图 7: 公路板块历史 PE.....	9
图 8: 公路板块历史 PB.....	9
图 9: 铁路板块现金分红及在净利润占比.....	11
图 10: 铁路各公司股息收益率.....	11
图 11: 铁路旅客周转量累计增速一览.....	12
图 12: 铁路货运周转量累计增速一览.....	12
图 13: 铁路固定资产投资一览.....	12
图 14: 至 2012 年开通客运专线示意图.....	13
图 15: 铁路行业历史 PE.....	14
图 16: 铁路行业历史 PB.....	14
表 1: 公路板块年报和一季报业绩表现.....	4
表 2: 公路板块各公司年报及季报业绩一览.....	7
表 3: 公路重点公司估值一览.....	9
表 4: 铁路板块年报及季报一览.....	10
表 5: 铁路板块各公司业绩一览.....	11
表 6: 铁路重点公司估值一览.....	14

公路板块：政策不确定性抑制估值提升

1. 公路：整体呈现盈利增速回落态势

1.1. 一季度净利润增速回至个位数，盈利能力有所下降

2010 年，公路板块实现营业收入 340 亿元，同比增长 18.9%，但是营业成本同比增长 23.4%，营业成本增速大于营业收入增速，毛利率下降 1.7 个百分点至 58.1%；净利润 120.6 亿元，同比增长 16.0%，利润增速略低于收入增速；费用方面，整体增速低于收入增速，所以期间费用率下降 0.8 个百分点至 13.2%；投资收益在净利润中占比基本持平。行业资产负债率提升 3.8 个百分点至 47.0%，净资产收益率小幅提升。

2011 年一季度，公路板块实现营业收入 86.5 亿元，同比增长 15.5%，营业成本同比增长 21.4%，毛利率小幅下降 1.9 个百分点至 62.5%；净利率下降 3.6 个百分点至 36.1%，毛利率下降、期间费用率和实际所得税率提升是净利率下降主要原因；资产负债率较 2010 年底小幅提升。

总体来看，公路板块净利润增速放缓，行业净利率、净资产收益率均有所下降。除了费用的上涨因素外，我们认为成本上涨过快是导致盈利下降的主要原因，新建路产、扩建、大修等拖累了行业盈利的增长。

表 1：公路板块年报和一季报业绩表现

项目（亿元）	2010	2009	同比变化	2011Q1	2010Q1	同比变化
营业收入	340.0	285.9	18.91%	86.5	74.9	15.45%
营业成本	142.3	114.9	23.89%	32.5	26.7	21.43%
毛利率	58.1%	59.8%	-1.68	62.5%	64.3%	-1.85
销售费用	1.5	1.1	33.85%	0.4	0.3	4.45%
管理费用	17.5	16.1	9.04%	4.2	3.9	7.47%
财务费用	26.0	22.8	13.80%	7.9	6.3	26.50%
期间费用率	13.2%	14.0%	-0.76	14.5%	14.1%	0.40
投资收益	12.4	10.9	12.87%	2.4	2.5	-3.69%
在净利润中占比	10.2%	10.5%	-0.28	7.7%	8.4%	-0.70
利润总额	154.8	133.6	15.82%	40.6	38.0	6.96%
所得税	34.2	29.6	15.24%	9.4	8.3	13.63%
所得税率	22.1%	22.2%	-0.11	23.2%	21.9%	1.36
净利润	120.6	104.0	15.98%	31.2	29.7	5.09%
净利率	35.5%	36.4%	-0.89	36.1%	39.6%	-3.55
归属母公司净利润	116.8	99.1	17.86%	30.2	28.4	6.29%
总资产	2,049.6	1,767.5	15.96%	2,139.4	1,828.3	17.01%
净资产	1,086.1	1,004.3	8.15%	1,114.2	1,033.1	7.85%
资产负债率	47.0%	43.2%	3.83	47.9%	43.5%	4.43
净资产收益率	11.1%	10.4%	0.75	2.8%	2.9%	-0.07

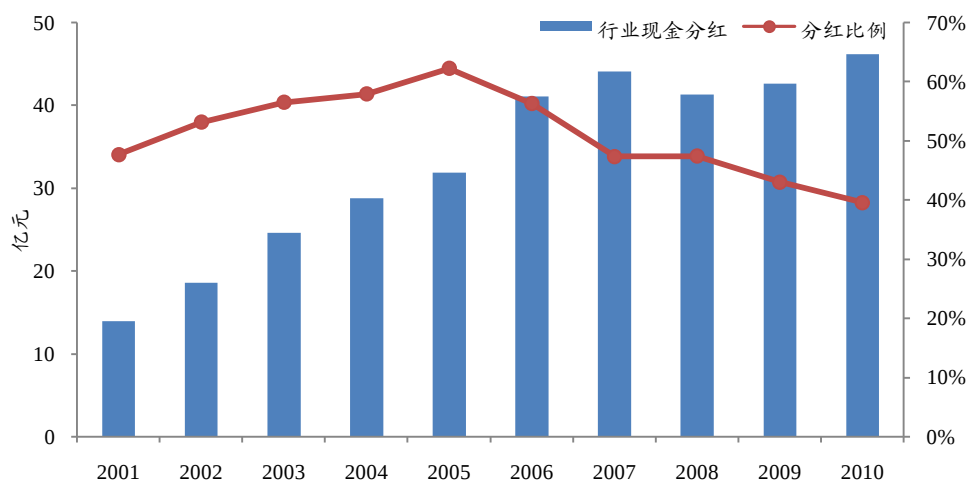
数据来源：安信证券研究中心，各种比率同比变化均指变化百分点

1.2. 现金分红占净利润比例有所下降

根据各董事会提出的分红预案，预计 2010 年公路板块现金分红 46.3 亿元，同比增长 8.3%，现金分红占行业净利润比例低于 40%，是 2001 年以来最低水平，自 08 年以来持续下降。我们认为主要是 2008 年以来，国家加大了基础设施建设力度，其中也包括高速公路，再加上扩建、大修，板块内公司资本支出压力增大，资金偏紧现金分红增长未能跟上利润增长步伐。

目前来看，很多公司还有诸多项目处于建设期，分红比例短期内提升的可能性较小，绝对额稳中有升。

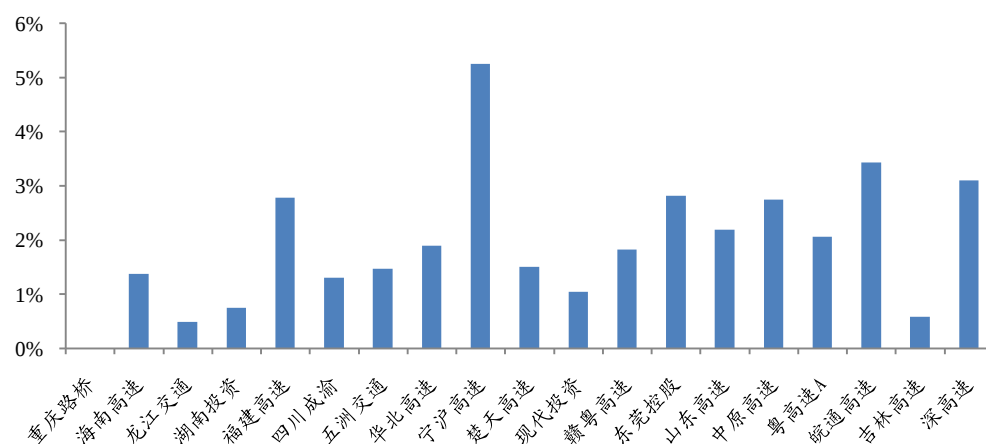
图 1：公路板块行业现金分红以及分红比例一览



数据来源：安信证券研究中心

板块平均股息收益率为 1.9%，其中宁沪高速股息收益率超过 5%，皖通高速、深高速股息收益率超过 3%。

图 2：公路板块各公司股息收益率一览（含税）



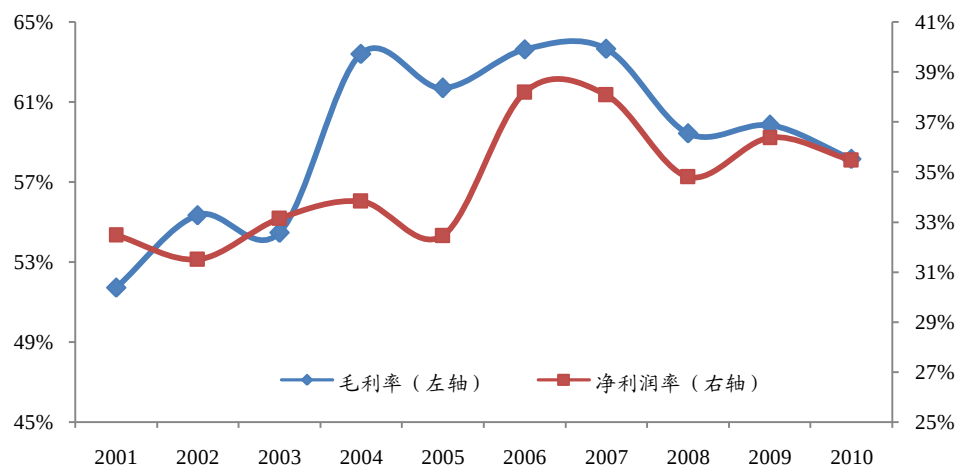
数据来源：安信证券研究中心

1.3. 大修、扩建、新路通车等因素导致毛利率有所下降

自 2001 年以来，06、07 年是行业毛利率与净利润率的最高点，08 年明显下降，09、10 年小幅变化，08 年以来整体保持平稳。

08 年国际金融危机开始爆发，当年行业营业收入增长仅有 2.5%，明显低于 2001 年以来 15.9% 的平均增幅。同时，新路通车、扩建、大修等导致行业成本刚性上涨，导致毛利率水平明显下降，08 年毛利率下降 4.2 个百分点，09、10 年虽然收入增速明显加快，但是由于近年来大修、养护、新建支出增加明显，导致成本居高不下，行业毛利率没有出现明显回升。

图 3：公路板块历年毛利率与净利率



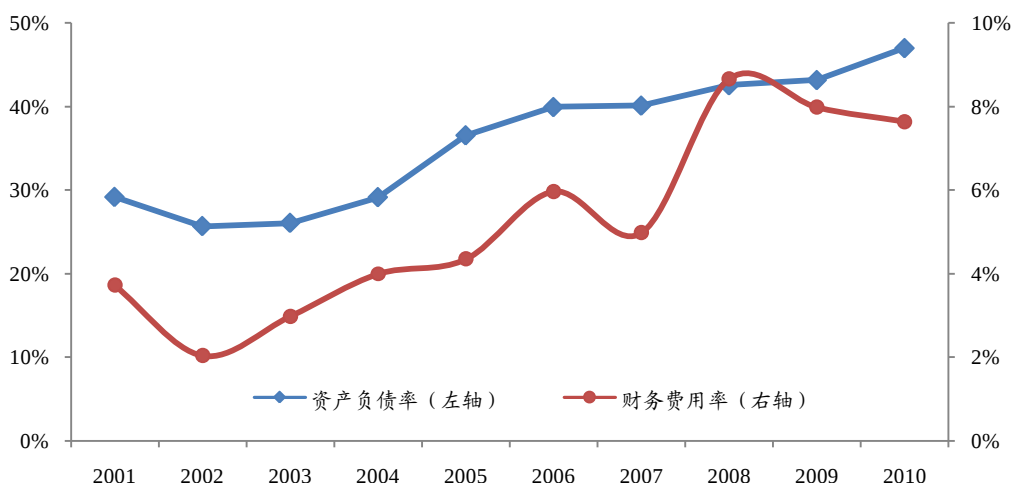
数据来源：安信证券研究中心

1.4. 行业资产负债率不断提升，财务费用率提升较多

近年来公路行业支出持续保持快速增长，主要体现在新建路产、扩建、大修等，导致板块资产负债率不断提升。2001年公路板块资产负债率仅有29.2%，到2010年已经达到47%，随着资产负债率不断提升，财务费用必然持续增长，财务费用率提升十分明显，2010年比2001年高出近4个百分点。

当然财务费用率的提升也有国家贷款基准利率相关，随着国内经济复苏，自2010年5月央行加息以来，贷款利率已经连续上调4次，目前普遍认为已经进入一轮加息周期。随着近年来行业资产负债率提升，盈利必然受到加息的负面影响，但是整体来看行业资产负债率依然处于较低水平，整体影响有限。

图 4：公路板块历年资产负债率与财务费用率



数据来源：安信证券研究中心

1.5. 各公司年报及一季报表现

从10年年报来看，板块内19家公司中15家净利润同比增长，仅有四家公司同比下降。净利润同比增长30%以上的公司有6家，分别是海南高速、五洲交通、重庆路桥、四川成渝、深高速、楚天高速，行业内大部分（13家）公司净利润增速均超过15%。

从 2011 年一季报来看，公司之间的业绩分化加剧，10 家公司净利润增速超过 10%，海南高速、吉林高速、五洲交通、龙江交通、皖通高速、东莞控股、山东高速净利润同比增速居前，增速靠前的公司中部分是由于收费标准上调，五洲交通是由于合并范围扩大所致。净利润同比下降的公司增加至 6 家，近期大修、扩建、新建线路通车等资本支出占比大的公司业绩表现整体较差，如福建高速、粤高速等。

表 2：公路板块各公司年报及季报业绩一览

名称	2010				2011Q1			
	营业收入	同比增长	净利润	同比增长	营业收入	同比增长	净利润	同比增长
重庆路桥	3.45	6.8%	1.34	46.7%	0.77	-10.8%	0.32	12.6%
海南高速	5.95	181.0%	1.18	121.7%	2.85	645.6%	0.86	736.5%
龙江交通	2.88	11.0%	0.91	-16.8%	0.67	28.8%	0.22	54.2%
湖南投资	3.34	50.4%	0.87	-15.5%	0.64	13.5%	0.13	3.6%
福建高速	19.35	-3.5%	5.29	-19.9%	5.47	11.3%	1.52	-20.6%
四川成渝	27.29	27.8%	11.45	38.4%	5.96	8.9%	2.72	-7.6%
五洲交通	3.58	49.0%	2.14	49.9%	2.15	209.8%	0.60	62.3%
华北高速	9.50	16.3%	2.43	-16.3%	1.46	-25.7%	0.46	-30.6%
宁沪高速	67.56	17.7%	24.84	23.5%	17.33	11.2%	6.57	10.2%
楚天高速	9.67	25.3%	4.00	33.7%	2.57	5.6%	1.18	1.0%
现代投资	18.26	3.4%	7.93	25.4%	4.95	6.2%	1.92	3.4%
赣粤高速	39.78	22.3%	12.56	2.2%	8.74	5.5%	2.76	-1.1%
东莞控股	6.35	36.7%	3.52	21.2%	1.64	24.6%	1.20	35.1%
山东高速	39.40	7.4%	12.51	18.9%	9.79	19.1%	2.92	28.7%
中原高速	23.69	14.1%	5.27	18.4%	5.88	9.6%	0.98	-41.5%
粤高速A	10.02	7.0%	3.88	17.0%	2.49	0.2%	0.66	-49.2%
皖通高速	21.10	19.1%	7.83	16.3%	5.91	16.7%	2.37	36.4%
吉林高速	5.80	19.1%	1.37	8.1%	1.51	39.2%	0.93	81.1%
深高速	23.02	59.7%	7.46	38.1%	5.74	13.4%	1.86	10.1%

数据来源：WIND、安信证券研究中心

2. 行业固定资产投资保持高位，政策面难乐观

2.1. 公路固定资产投资增速回落

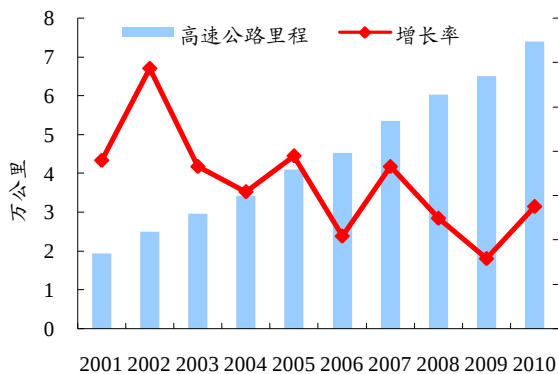
在 08 年金融危机之前，我国高速公路里程增长呈现放缓趋势，固定资产投资呈现相同趋势。08 年政府为了缓解国际金融危机带来的压力，加大了基础设施建设力度，高速公路建设力度明显加大，09 年公路固定资产投资增长 40.5%。

2010 年高速公路里程达到 7.41 万公里，较 09 年增长 9100 公里，增幅为 13.8%，较前几年明显提升。固定资产投资方面，2010 年公路固定资产投资为 1.14 万亿，较 09 年增长 18.8%，08 年以来的固定资产投资增长与 07 年增速下降形成了鲜明对比，07 年增速最低时也是行业表现最好的时候。

固定资产投资大幅增长意味着高速公路里程的快速增长，意味着供给增加，一方面路网完善带来路网效益吸引更多的车流，另一方面，随着路网加密必然分流既有线路车

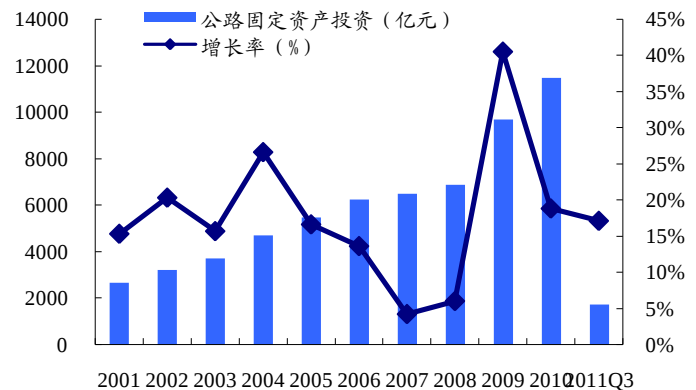
流，对于不同地区以及不同区位的路段都有不同的影响，需要具体问题具体分析。

图 5：高速公路里程



数据来源：WIND、安信证券研究中心

图 6：公路固定资产投资依旧快速增长



数据来源：WIND、安信证券研究中心

2.2. 乘用车保有量增长为公路车流增长带来积极动力

2009 年初，国务院审议并原则通过了汽车产业振兴规划，在车辆购置税等当面给予了优惠，从而引发一轮汽车消费牛市。2010 年汽车行业产销双双超过 1800 万辆，创下俩是新高，同比分别增幅均超过 32%。

过去两年汽车销量快速增长必然会带来高速公路车流量的增长，2010 年公路板块业绩增长有部分原因是由于汽车旺销，从我们观察到得各公司分车型的数据中，一类车（以小汽车为主）增速明显高于整体增速。

2011 年我国汽车行业政策出现了明显变化，全面取消了购置税优惠政策，同时工信部领导确认“十二五”期间不会有汽车业产业规划，另外北京还出台了限购令，总体来看对汽车行业发展已经不再像 08 年那么积极和鼓励。2011 年一季度汽车产销增速明显放缓，产销分别同比增长 7.5%、8.1%。

2.3. 政策面中性偏负面

从当前的舆论导向来看，收费公路面临较大的舆论压力，媒体多次报道收费公路是造成流通成本过高的原因之一，还有诸如各种天价收费路的报道，必然对收费公路的政策制定带来压力。

2010 年底，国务院扩大了鲜活农产品运输绿色通道网络，并且增加了鲜活农产品品种，免收通行费的范围进一步扩大，对部分公司产生一定负面影响，我们认为对业绩的影响较小，主要是增添了资本市场对政策导向的担心。

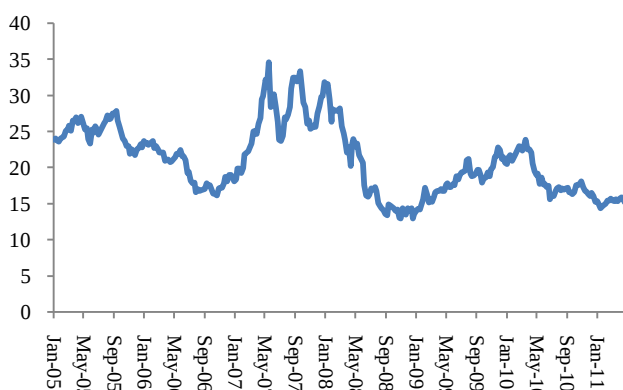
今年 1 月份，交通运输部副部长在国新办新闻发布会上表示，收费公路政策的确暴露出一些缺陷，未来会进一步完善。随后，交通部综合司副司长表示交通部的确在考虑降低收费公路标准，延长收费年限。如果真的实行“降低收费标准，延长收费年限”，对高速公路板块短期内将是利空，我们认为政策制定的基础是缓和当前舆论对收费公路政策压力，政策变化后总体负担应该不会明显增加，可能会导致相关企业短期内通行费收入下降幅度较大，而成本中只有摊销和折旧受此影响较大，其他成本相对刚性，所以会导致相关公司盈利水平下降，从而对短期股价造成压力。

3. 公路板块投资策略：关注断头路通车、资产注入预期等

3.1. 估值处于底部

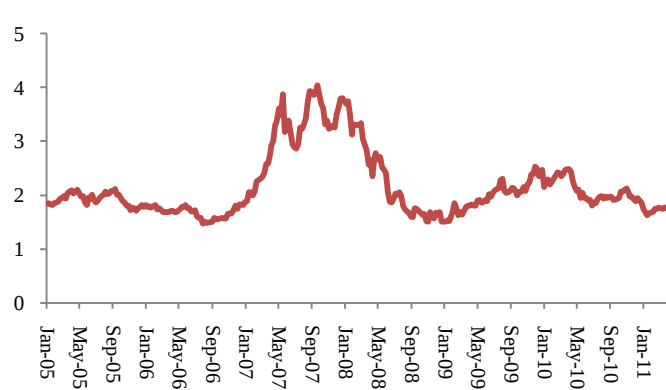
当前公路板块 PE 和 PB 分别为 15.2 倍和 1.7 倍,较 05 年以来的历史均值分别低 28%、19%, 总体来看处于历史底部区域。

图 7: 公路板块历史 PE



数据来源: WIND

图 8: 公路板块历史 PB



数据来源: WIND

3.2. 投资策略：关注个股机会

从业绩角度看，由于汽车销售放缓退出、绿色通道等各方面因素导致收入增长放缓，一季度板块收入仍有近 15% 的增长，即使剔除五洲交通（合并口径变化）、海南高速（增长非高速业务）等因素，收入增长仍超过 10%。由于 10 年整体数据呈现前低后高的局面，因此我们预计下半年收入增速将有所放缓，二季度通行费收入应该保持 8-10% 左右增长。

从估值角度来看，目前行业估值处于历史底部，并且股息收益率也处于较好水平，安全边际比较高。由于考虑到未来舆论的压力、政策不确定性，行业估值将会被持续压制，因此我们维持公路板块“同步大市-B”的评级。

表 3: 公路重点公司估值一览

代码	简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	A 股流通市值 (亿元)	每股收益 (元)				PE				PB	评级
					2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E		
600548	深高速	5.17	112.75	74.10	0.25	0.34	0.39	0.50	20.9	15.1	13.3	10.3	1.28	增持-B
600269	赣粤高速	5.50	128.45	128.45	0.53	0.54	0.57	0.60	10.5	10.2	9.6	9.2	1.33	中性-B
600012	皖通高速	6.12	101.51	71.33	0.41	0.47	0.62	0.69	15.1	13.0	9.9	8.9	1.69	增持-A
600377	宁沪高速	6.85	345.09	29.64	0.40	0.49	0.54	0.61	17.2	13.9	12.7	11.2	1.89	中性-B
600035	楚天高速	5.33	49.66	49.66	0.32	0.43	0.48	0.54	16.6	12.4	11.1	9.9	1.60	增持-B
601107	四川成渝	6.66	203.67	77.09	0.27	0.37	0.40	0.45	24.6	17.8	16.7	14.8	2.37	增持-B
600368	五洲交通	7.47	41.52	41.52	0.26	0.38	0.70	0.85	29.1	19.4	10.7	8.8	1.74	增持-A
000828	东莞控股	6.40	66.53	66.53	0.28	0.34	0.44	0.51	22.9	18.9	14.5	12.5	2.12	增持-A
平均		5.9	156.9	71.7	0.3	0.4	0.5	0.6	19.6	15.1	12.3	10.7	1.7	

数据来源: 安信证券研究中心

上市公司方面，我们建议坚决回避近期有大修、扩建、新路通车，且工程投资规模与

公司总资产占比高的上市公司。建议关注：低估值、业绩增长确定性高、受益产业转移的皖通高速；具有费率提升可能性、资产注入预期的四川成渝；即将受益断头路通车的深高速；通行费增长超过 20%、业绩弹性较大的东莞控股。

铁路板块：两翼齐飞——运能释放与体制改革新阶段

4. 铁路板块：分红总额增长明显，一季报净利润增长超三成

4.1. 年度业绩增长超预期

2010 年，铁路板块实现营业收入 598 亿元，同比增长 25.7%，同期营业成本增长 22.6%，毛利率提升 1.6 个百分点至 37.1%；期间费用率保持平稳，小幅提升 0.1 个百分点；实现净利润（母公司）124.4 亿元，同比增长 40.1%，如果剔除朔黄线贡献的投资收益，板块净利润增长 33.4%。

2011 年一季度，板块实现营业收入 153 亿元，同比增长 12.8%，营业成本同比增长 10.9%，毛利率提升 1 个百分点至 40.3%；期间费用率保持平稳；归属母公司所有者净利润 39.6 亿元，同比增长 31.2%，剔除朔黄线贡献投资收益后同口径净利润增长 14.9%。

由于 2010 年是从经济危机后的恢复增长，特别是大秦线的煤炭运输增幅超过 20%，今年预计增幅在 10% 左右，整体来看铁路板块收入增速放缓是必然趋势，预计全年行业收入增长 10% 左右。

表 4：铁路板块年报及季报一览

项目（亿元）	2010	2009	同比变化	2011Q1	2010Q1	同比变化
营业收入	597.7	475.5	25.7%	153.1	135.7	12.8%
营业成本	376.0	306.6	22.6%	91.3	82.3	10.9%
毛利率	37.1%	35.5%	1.6	40.3%	39.3%	1.0
销售费用	0.2	0.3	-13.1%	0.0	0.1	-27.8%
销售费用率	0.0%	0.1%	0.0	0.0%	0.0%	0.0
管理费用	33.1	28.4	16.5%	7.6	7.1	7.3%
管理费用率	5.5%	6.0%	-0.4	5.0%	5.3%	-0.3
财务费用	12.3	7.1	71.9%	3.1	2.1	45.6%
财务费用率	2.1%	1.5%	0.6	2.0%	1.6%	0.5
期间费用率	7.6%	7.5%	0.1	7.0%	6.9%	0.2
投资收益	6.0	0.1	4770.0%	4.9	0.0	23507.2%
在净利润中占比	4.8%	0.1%	4.7	12.5%	0.1%	12.4
利润总额	162.9	117.3	38.9%	51.1	39.9	28.0%
所得税	38.4	28.5	35.0%	11.5	9.7	17.9%
实际所得税率	23.6%	24.3%	-0.7	22.5%	24.4%	-1.9
净利润	124.4	88.8	40.1%	39.6	30.2	31.2%
净利润率	20.8%	18.7%	2.1	25.9%	22.3%	3.6
归属母公司净利润	124.5	88.8	40.1%	39.6	30.2	31.2%

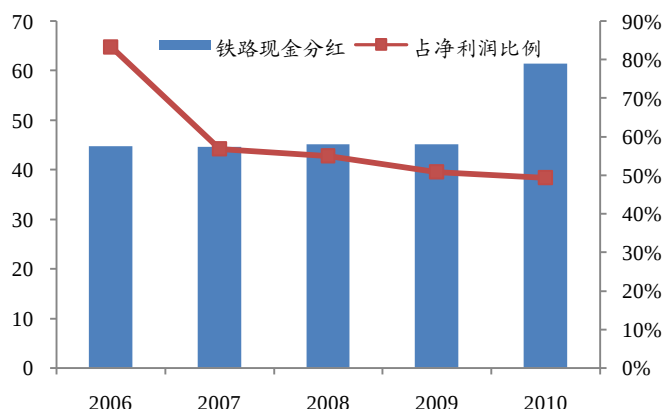
数据来源：安信证券研究中心

4.2. 分红绝对额保持增长

根据各公司分红预案，铁路板块现金分红 61.4 亿元，同比增长 35.9%，主要是大秦铁路分红增长。现金分红占净利润的比例持续下降，10 年比 09 年下降 1.6 个百分点。

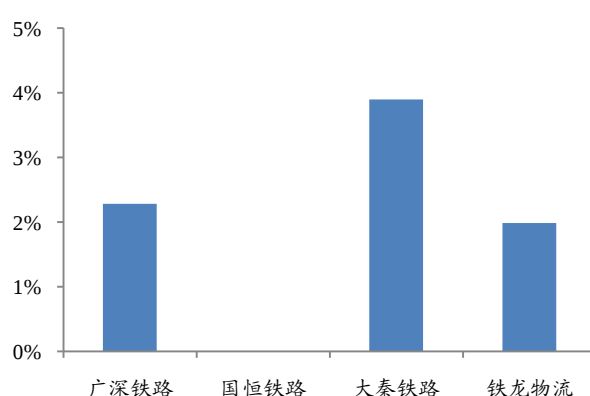
从股息收益率来看，大秦铁路排在第一位，为 3.9%。

图 9：铁路板块现金分红及在净利润占比



数据来源：WIND

图 10：铁路各公司股息收益率



数据来源：WIND

4.3. 各公司年报及季报一览

从各个公司的情况来看，均保持较好的增长，年报中三家主要公司均有较好增幅，大秦铁路受益于大秦线煤炭运量大幅增长以及朔黄铁路投资收益进入报表，净利润增长 45.7%，即使剔除朔黄的影响同口径净利润增长 37.5%。铁龙物流和广深铁路净利润增幅分别达到 28.2% 和 14.6%。

2011 年一季度，广深铁路净利润增速达到 48.0%，大秦铁路净利润增速为 30.5%（同口径增长 11.6%），铁龙物流由于今年未有房地产业务结算净利润增幅为 7.9%。

表 5：铁路板块各公司业绩一览

名称	2010				2011Q1			
	营业收入	同比增长	净利润	同比增长	营业收入	同比增长	净利润	同比增长
广深铁路	134.84	8.9%	15.56	14.6%	34.11	12.8%	4.19	48.0%
国恒铁路	20.88	497.1%	0.03	-46.9%	4.33	104.1%	0.01	-35.5%
大秦铁路	420.14	26.4%	104.11	45.7%	108.94	11.7%	34.17	30.5%
铁龙物流	21.86	39.5%	4.76	28.2%	5.70	-0.5%	1.26	7.9%

数据来源：安信证券研究中心

5. 新部长新思路，迎接铁路发展新局面

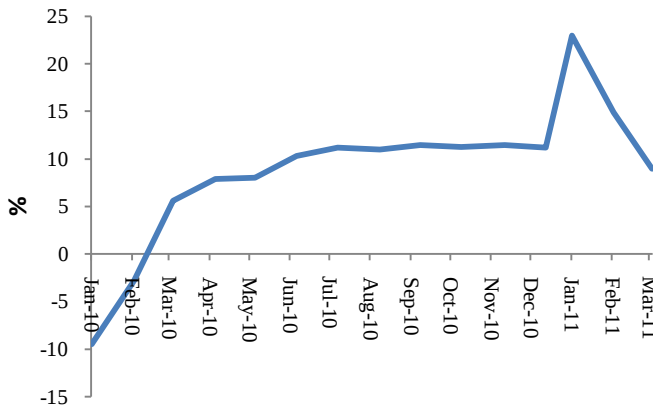
5.1. 客货运输保持较快增长

2009 年铁路旅客周转量仅增长 1.3%，进入 2010 年以来，增速明显加快，2010 年铁路旅客周转量增长 11.2%，明显好于近几年平均水平。2011 年一季度，铁路旅客周转量同比增长 9%，依然处于较高水平。

2009 年受到国际金融危机影响，铁路货运周转量增速明显下降，仅增长 0.5%，且多个月份出现同比下降。随着经济复苏，2010 年铁路货物周转量同比增长 9.5%，但整体增速呈现缩窄趋势，主要与 09 年货运呈现前高后低有关。2011 年一季度，铁路货

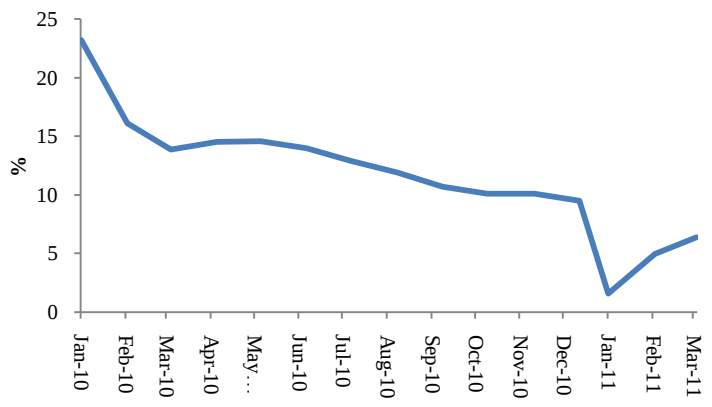
物周转量增长 6.4%，处于正常水平，进入三月份以来增速有所扩大。

图 11: 铁路旅客周转量累计增速一览



数据来源：铁道部

图 12: 铁路货运周转量累计增速一览



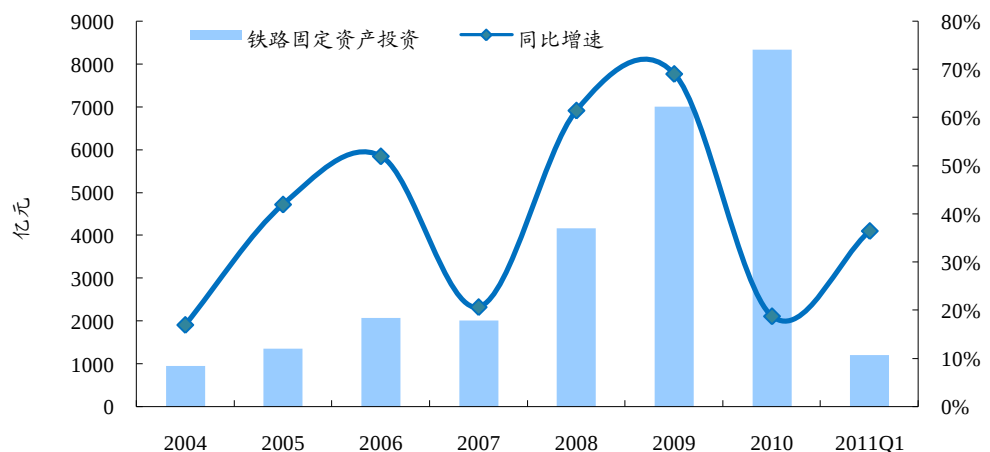
数据来源：铁道部

5.2. 铁路投资增速放缓，未来投资依然保持较高水平

自 2008 年以来，铁路固定资产投资进入一轮爆发增长期，08-10 年固定资产投资增速分别为 62.4%、69.1%、18.8%，2010 年铁路固定资产投资达到 8341 亿元。2011 年一季度铁路完成固定资产投资 1216 亿元，同比增长 36.5%。从铁路固定资产投资统计数据来看，投资主要集中在下半年，因此当前的增速加快并不能成为趋势。

盛部长 4 月 22 日铁路系统会中谈到：“十二五”期间新线投产总规模控制在 3 万公里以内，安排基建投资 2.8 万亿元，也就是说未来每年铁路基建投资平均在 5600 亿元，按照过去两年铁路基建投资在固定资产投资占比约 85% 计算，未来 5 年每年铁路固定资产投资预计将在 7000 亿左右。

图 13: 铁路固定资产投资一览



数据来源：安信证券研究中心

5.3. 2012 年进入货运运能释放期

长期以来，我国诸多主干道，客货混跑，并且客运优先，导致铁路货运速度慢、到达时间不确定，铁路服务水平明显低于其他运输方式，导致铁路市场份额不断下降。随着铁路建设加快特别是快速铁路网建设，铁路网络将更加完善，2012 年我国高铁大

图 14: 至 2012 年开通客运专线示意图



5.4.政企分离、提高效益成为铁路发展主要关注点

随着铁路行业快速发展,铁路行业体制存在的问题进一步凸显。盛光祖部长上任以来在多个方面做出了积极转变,在4月22日铁路全路电视电话会议上,盛部长对铁路发展做出了指导性的讲话。

目前,铁路系统主要关注问题包括:(1)如何实现政企分离、确立铁路局市场地位、引入竞争机制;(2)如何调整高铁发展路径;(3)如何提升铁路发展效益和质量。

目前铁道部权利过于集中,企业经营机制不灵活,不利于铁路走向市场和改进运输服务。通过转变铁道部职能、扩大铁路运输企业经营自主权、推动铁路运输经营机制转换、并对现行的铁路运输和服务清算制度进行调整。

提高铁路发展的质量和效益方面：大力加强和改进铁路经营工作，实施多元化经营战略，为社会提供更好的服务。服务水平差、营销意识低是铁路行业普遍存在的问题，随着体制改革深入，竞争机制的引入，铁路行业服务水平将会明显提升。铁路企业将会融入我国交通运输体系，将与其他交通方式更好的衔接。铁路企业将来将会向产业链两端延伸，更多为客户提供全程物流服务，由站到站运输向门对门运输转变，铁路货运企业将会成为综合物流服务提供商。

随着近年来铁路大发展,先进生产力的发展必然要求生产关系的适度调整以更好促进生产力的发展。因此,我们认为此次铁路改革有望取得实质性进展,铁路行业市场化程度将会明显提升,铁路企业活力将会得到释放。

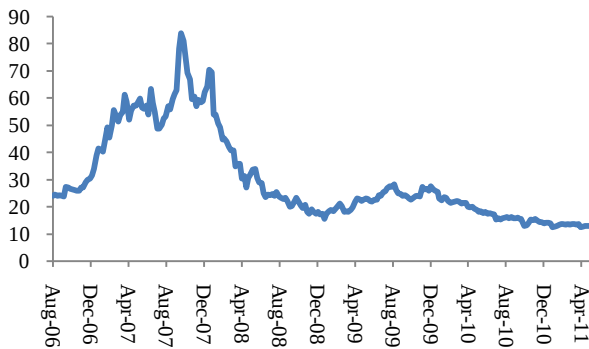
6. 积极把握铁路改革带来的投资机会

铁路行业客货运输依然保持较快增速,一季度板块营业收入、净利润分别增长12.8%、

31.2%，并且毛利率水平有所提升。铁路和公路目前都是处于快速建设期。由于铁路投资大部分集中在高铁和客运专线上，而上市公司基本不参与此类投资，所以不会导致成本费用大幅增长。而公路板块上市公司相对较多，并且每家公司一般都是所在省市唯一公路上市公司，必须承担部分新路建设的任务，所以导致了资本支出增加，从而拖累业绩增长。从这个角度，我们更加看好铁路的投资机会。

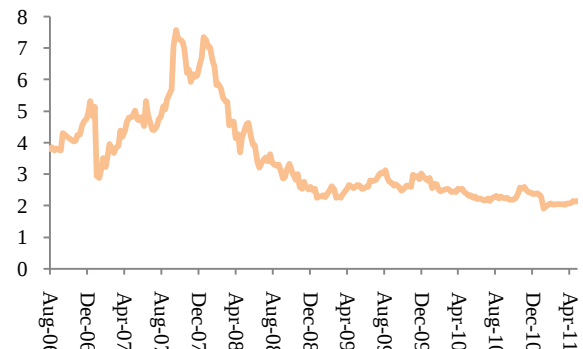
另外，铁路正处于变革期。2012 年大规模客运专线的通车，为京沪、京广等主干道既有线路的货运运能释放奠定了基础。同时，铁路体制改革进入实质性阶段，铁路活力将会释放，铁路经营模式将会转变，铁路货运企业将会向综合物流提供商转变。我们认为铁路行业面临价值重估的机会。在此背景下，我们认为两类企业存在机会：（1）拥有铁路优质资产的上市公司；（2）能够整合铁路运输服务，为客户提供价低、便捷一站式服务的物流服务提供商。因此我们认为铁路行业存在系统性机会，重点推荐大秦铁路。

图 15：铁路行业历史 PE



数据来源：铁道部

图 16：铁路行业历史 PB



数据来源：铁道部

表 6：铁路重点公司估值一览

代码	简称	股价（元）	总市值（亿元）	A股流通市值（亿元）	每股收益（元）				PE				PB	评级
					2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E		
601006	大秦铁路	8.98	1,335.04	1,335.04	0.44	0.70	0.92	1.04	20.4	12.8	9.8	8.6	2.23	买入-A
601333	广深铁路	3.93	278.38	211.33	0.19	0.22	0.25	0.30	20.5	17.9	15.7	13.1	1.13	增持-A
600125	铁龙物流	15.04	151.00	119.72	0.35	0.47	0.55	0.64	43.0	32.0	27.3	23.5	4.56	增持-A
平均		9.3	588.1	555.4	0.3	0.5	0.6	0.7	28.0	20.9	17.6	15.1	2.6	

数据来源：安信证券研究中心

分析师声明

吴莉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034